

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620131152154

UDC _____

厦门大学

专业学位硕士学位论文

中国利率走廊模式的政策利率选择及利率
传导效率研究

Research on the key policy rate of China's interest rate
corridor and the efficiency of the interest rate transmission

龚 珊 珊

指导教师(校内): 元惠萍教授

指导教师(校外): 王玉英博士

专业名称: 保险硕士

论文提交日期: 2016年 月

论文答辩日期: 2016年 月

学位授予日期: 2016年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

2015 年 11 月，中国央行将隔夜和 7 天期的常备借贷便利 SLF 利率分别下调至 2.75%、3.25%，并表示正在探索 SLF 利率发挥利率走廊上限的作用。2015 年 10 月央行不再对商业银行和农村合作金融机构等设置存款利率浮动上限，意味着利率市场化进程基本完成。在利率走廊上限逐渐明朗和利率市场化改革基本完成之际，研究中国货币政策框架转型以及构建相应的利率走廊模式具有重要的现实意义。

本文在理论分析与比较美国、加拿大、英国、欧元区等国家或地区的利率走廊模式的基础上，结合中国当前利率体系，从利率走廊区间内的关键政策利率出发，提出 5 个备选市场基准利率和 2 个备选关键政策利率，并采用向量自回归模型、广义自回归条件异方差模型、多项式分布滞后模型等从相互传导效果、对宏观经济变量的预测能力、波动性、政策可控性等角度对上述利率进行了实证分析。结合美国和欧元区利率走廊模式中关键政策利率的选择经验以及实证结果，本文认为 7 天回购操作利率、隔夜回购定盘利率适合分别作为中国的关键政策利率和市场基准利率；另一种选择是央行定期公布某一个直接锚定隔夜回购定盘利率的目标利率作为关键政策利率。

利率走廊模式的成功运行要求建立通畅有效的利率传导机制。因此本文还结合美国、欧元区的利率传导情况，对比分析了中国当前利率传导效率，表明虽然中国债券市场的利率传导机制基本具备一定传导效率，但与美国、欧元区等地区的利率传导效率相比，中国短期利率向中期收益率以及短期、中期收益率向长期收益率的传导渠道效率偏弱。中国与美国、欧元区较为通畅的利率传导效率对比差距仍然较大，存在一定的改善空间。同时，本文还实证分析了隔夜利率对信贷市场利率的传导效应。最后，本文对中国如何构建利率走廊模式以及疏通利率传导渠道提出了相关政策建议。

关键词：利率走廊；政策利率；利率传导

Abstract

In November 2015, The People's Bank of China lowered the overnight interest rate of Standing Lending Facilities (SLF) to 2.75 percent and the 7-day interest rate of SLF to 3.25 percent, which indicates that the PBC wants to set the interest rate of SLF as ceiling rate of corridor. In October 2015, the PBC announced to remove the deposit interest rate ceiling for commercial banks and rural credit cooperatives. This signifies that interest rate controls have been basically lifted and the market-based interest rate reform has entered a new stage. As the ceiling of corridor has become clearer and the market-based interest rate reform has entered a new stage, it is of realistic significance to conduct research on China's corridor operating framework.

This paper theoretically analyzes current interest rate system in China and different corridors in the United States, Canada, Britain and the euro zone. Based on the analysis, this Paper attempts to select the market benchmark rate and the prime policy rate from five alternative market benchmark rates and two policy rates in different, using VAR, GARCH, PDLs models. According to the analysis of the ability to predict macroeconomic variables, volatility, the response to monetary policy etc., the Paper chooses 7-day repo rate and overnight fixing rate as the key policy interest rate and the market benchmark interest rate. This Paper agrees that the key policy rate could also target to the overnight fixing interest rate.

The successful operation of the interest rate corridor model requires the establishment of an effective interest rate transmission mechanism. Therefore, this article also studies the interest rate transmission efficiency of the United States, the euro zone and China. The conclusion indicates that the interest rate transmission mechanism of China's bond market basically has certain conduction efficiency, but transmissions in the other two zones are much more effective than in China. Finally, This Paper proposes several policy suggestions on the construction of corridor.

Key words: corridor; policy interest rate; interest rate transmission

目录

第一章 导论	1
1.1 选题背景与研究意义	1
1.2 研究框架与方法	2
1.3 研究的创新点与不足之处	4
第二章 文献综述	6
2.1 国外利率走廊文献综述	6
2.2 国内利率走廊文献综述	8
2.3 货币政策利率传导机制文献综述	10
第三章 国外利率走廊实践	13
3.1 利率走廊运行模式	13
3.1.1 传统的利率走廊模式	13
3.1.2 地板系统	13
3.2 利率走廊模式的国际经验	14
3.2.1 各国利率走廊模式的比较	14
3.2.2 美国利率走廊模式	15
3.2.3 加拿大利率走廊模式	18
3.2.4 英国利率走廊模式	19
3.2.5 欧元区利率走廊模式	20
第四章 中国当前利率体系梳理	22
4.1 央行政策利率	22
4.1.1 正回购与逆回购	23
4.1.2 中央银行票据	24
4.1.3 短期流动性调节工具	25
4.1.4 常备借贷便利	25
4.2 金融市场利率	26

4.2.1 上海银行间同业拆放利率	26
4.2.2 银行间同业拆借利率	28
4.2.3 回购定盘利率	28
4.3 本章小结	29
第五章 构建中国利率走廊的关键利率实证分析	31
5.1 对市场基准利率的实证分析	31
5.1.1 市场基准利率的性质	32
5.1.2 对备选市场基准利率的筛选	32
5.1.3 实证检验	33
5.1.4 小结	40
5.2 对关键政策利率的的实证分析	41
5.2.1 关键政策利率的筛选	41
5.2.2 变量与模型的选择	41
5.2.3 实证检验	42
5.3 本章小结	46
第六章 基于 FR001 的利率传导有效性的实证分析	48
6.1 FR001 对不同期限国债收益率的传导效率实证分析	48
6.1.1 变量与模型	48
6.1.2 中国利率传导有效性分析	50
6.1.3 与美国、欧元区比较利率传导有效性	53
6.2 FR001 对信贷市场利率的传导效率实证分析	56
6.3 本章小结	58
第七章 结论与建议	60
7.1 研究结论	60
7.2 政策建议	61
参考文献	63

致谢语.....	66
----------	----

厦门大学博硕

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Backgrounds and Motivation	1
Section 2 Framework and significance	2
Section 3 Innovations and deficiencies	3
Chapter 2 Literature Review	5
Section 1 Foreign review of the interest rate corridor.....	5
Section 2 Domestic review of the interest rate corridor	7
Section 3 A review of on interest rate transmission mechanism	9
Chapter 3 The practice of corridor	12
Section 1 Interest rate corridor operation mode.....	12
3.1.1 The traditional interest rate corridor	12
3.1.2 Floor system	13
Section 2 The international experience of interest rate corridor	13
3.2.1 The comparison of different national interest rate corridor.....	13
3.2.2 The corridor in Ameirica	14
3.2.3 The corridor in Canada.....	17
3.2.4 The corridor in England.....	18
3.2.5 The corridor in euro zone	19
Chapter 4 China's current interest rate system.....	21
Section 1 The policy rates of the PBC	21
4.1.1 Repurchase and reverse repurchase.....	22
4.1.2 Central Bank Bill.....	23
4.1.3 Short-term Liquidity Operations	23

4.1.4 Standing Lending Facility	24
Section 2 The market benchmark interest rate.....	24
4.2.1 Shanghai Interbank Offered Rate	25
4.2.2 China inter - bank offered rate.....	26
4.2.3 Fixing repo rate	27
Section 3 Summary of chapter 4.....	29
 Chapter 5 An empirical analysis on the key interest rate of China	
interest rate corridor	30
 Section 1 An empirical analysis on the market benchmark interest rate.....	30
5.1.1 Properties of the market benchmark interest rate	30
5.1.2 The choice of the market benchmark interest rate.....	31
5.1.3 Empirical analysis	32
5.1.4 Summary	39
Section 2 An empirical analysis on the key policy rate.....	39
5.2.1 The choice of the key policy rate options.....	39
5.2.2 Variables and model	39
5.2.3 Empirical analysis	41
Section 3 Summary of chapter 5.....	45
 Chapter 6 An empirical analysis of the effectiveness of the interest rate	
transmission.....	47
 Section 1 Empirical Analysis on the transmission efficiency of treasury bond yield	
with different maturity	47
6.1.1 Variables and model	47
6.1.2 Analysis on the efficiency of interest rate transmission in China	49
6.1.3 Comparison of the interest rate transmission effectiveness of China, America	
and euro zone.....	51
Section 2 An empirical analysis of the transmission efficiency of FR001 on the	

credit market interest rate	54
Section 3 Summary of chapter 6.....	56
Chapter 7 Conclusions and suggestions.....	58
Section 1 Conclusions	58
Section 2 Suggestions	59
References.....	61
Acknowledgement.....	64

厦门大学博硕

第一章 导论

1.1 选题背景与研究意义

长期以来，由于中国特有的社会背景和经济发展环境，中国的货币政策工具以数量型调控为主，但西方多数国家的货币政策框架却以价格型政策工具为主。随着利率市场化进程的日渐推进，由数量型货币政策调控所带来的负面效应越来越显著，央行开始逐渐强调价格型货币政策工具调控的重要性及紧迫性。

上世纪 80 年代以来，多数国家的货币政策操作框架都成功实现了向以价格型为主导的框架转型，如转向利率走廊模式。与中央银行通过公开市场操作来调控短期利率的传统做法不同，利率走廊指的是中央银行通过向商业银行等金融机构提供准备金账户的存款便利及贷款便利来设定利率区间的上下限，使短期市场利率围绕目标利率水平运行的货币政策模式。1985 年起，德国央行开始通过利率走廊区间来调控货币市场利率，1998 年初欧洲央行构建了利率走廊操作机制，并自欧元出现后正式运行。自 20 世纪 90 年代开始，加拿大、新西兰、澳大利亚先后明确了通过利率走廊来调节市场化利率，2003 年美国也开始正式实行利率走廊调控与公开市场操作相结合的模式。除此之外，目前已明确使用利率走廊模式进行货币政策调控的国家还有英国、法国、意大利、瑞典、瑞士、匈牙利、斯洛文尼亚、芬兰、土耳其等国家，另外，印度作为新兴国家也从 2011 年开始正式实施利率走廊调控。现在，利率走廊已在全球范围内广泛运用，各国央行在利率走廊调控方面也积累了丰富的操作经验。

2014 年中国人民银行行长周小川首次提出利率走廊的模式，他认为中国将改变原有以数量型为主导的货币政策操作方式，而逐步向价格型转变，并通过利率走廊模式来调控货币市场短期利率，引导中长期利率的变动，最终实现对实体经济的宏观调控。央行研究局经济学家马骏在 2015 年的一篇央行工作论文^[1]中提出中国建立完备的利率走廊可以采取三步走路线：第一步，在隐形的政策利率周围建立一个事实上的利率走廊，但未必宣布这个隐形的政策利率；第二步，逐渐收窄事实上的利率走廊宽度；第三步，取消基准存贷款利率，届时可以建立一个正式的显性的利率走廊，在正式的利率走廊区间内，继续用公开市场操作来维持一个更窄的事实上的

利率走廊。

2015年10月,央行放开了商业银行和农村合作金融机构等的存款利率浮动上限,这意味着市场化进程完成最后收官动作。在2015年11月央行下调了隔夜和7天SLF利率分别调整至2.75%和3.25%之后,SLF便成为了中国正处于探索阶段的利率走廊的上限。在利率市场化改革进程基本完成以及利率走廊上限逐渐明朗之际,研究中国货币政策框架转型以及相应的利率走廊模式如何构建具有重要的现实意义。通过研究其他已经实施利率走廊模式的国家的利率调控经验可知,利率走廊模式应具备三个要素:中央银行的关键政策利率以及利率走廊的区间上下限。目前可作为中国利率走廊下限的超额存款准备金利率自2008年以来就保持在0.72%的水平。因此中国正处于探索阶段的利率走廊的宽度略高于200BP。在利率走廊上下限、宽度渐趋明朗的背景下,中国亟需明确关键政策利率作为目标利率,并通过政策利率成功引导市场基准利率。

本文通过在对美国、英国、欧元区、加拿大等国家或地区的利率走廊调控模式进行分析的基础上,首先对中国当前央行政策利率体系中的备选政策利率以及市场化利率中的备选基准利率进行实证分析,从多个角度出发,筛选出综合效果相对较好的关键政策利率及市场基准利率作为中国利率走廊的重要组成部分。鉴于利率传导机制对于利率走廊实施效果的重要性,本文将中国利率传导效率与美国、欧元区进行对比分析,以期找到疏通利率传导机制的突破口。由于目前国内关于利率走廊的研究主要集中在是否该引入利率走廊模式及对国际利率走廊实践经验的分析上,对于利率走廊的重要组成部分选择的研究较少,本文希望借此能够为后续的研究提供一些新的研究思路并提出关于构建利率走廊的相关建议。

1.2 研究框架与方法

本文一共分为七个部分:

第一章为导论,主要介绍了文章的选题背景及意义,研究框架及方法、本文的创新点及不足等内容。

第二章为文献综述部分,本文从利率走廊模式和货币政策的利率传导机制两个方面展开。在利率走廊文献综述方面,从利率走廊优势、地板系统、利率走廊区间、最优利率走廊设置等多方面进行了综述。

第三章为国际利率走廊模式的实践经验，第一节介绍了传统利率走廊和非常时期的地板系统的基本内容，第二节分别介绍了四个国家和地区：美国、加拿大、英国、欧元区的利率走廊模式的调控实践，并对世界各国利率走廊模式的异同点作了分析。

第四章为对当期中国利率体系的梳理。中国当期利率体系分为央行政策利率及市场化利率，第四章首先从这两方面出发详细地介绍了利率体系内部分重要利率的运行情况，然后对中国构建利率走廊的必要性进行了分析总结。

第五章为实证分析。利用 VAR 模型、GARCH 模型、多项式分布滞后模型，首先对中国现有央行利率体系中备选的政策利率以及市场化利率中的备选基准利率进行实证分析，从不同的角度筛选出综合效果相对合适的政策利率及市场基准利率作为中国利率走廊的重要组成部分。

第六章结合欧美地区利率传导机制对比分析了中国当期不同期限利率传导有效性以及短期市场利率向信贷市场利率的传导效率，以期找到疏通利率传导渠道的突破口。

第七章在总结实证结果的基础上，结合各国利率走廊调控经验，对中国构建利率走廊及疏通利率传导渠道提出了相关政策建议。

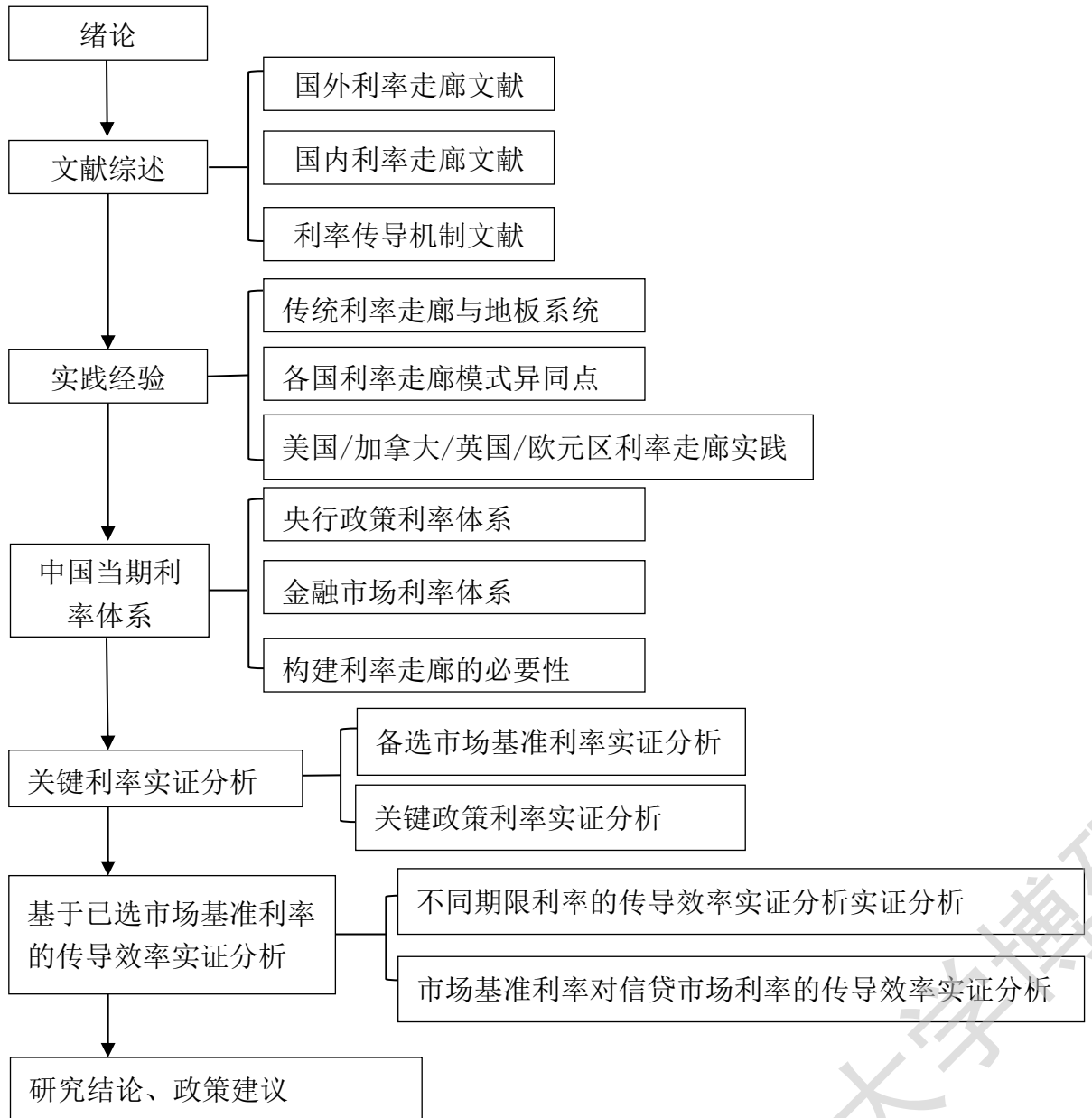


图 1 研究框架

1.3 研究的创新点与不足之处

与当前已有的研究文献相比，本文的创新点可能在于：

第一，本文从利率走廊的必备组成部分——目标利率出发，提出 2 个备选关键政策利率（7 天回购利率、28 天回购利率）及 5 个备选市场基准利率，采用 VAR 模型、GARCH 模型、PDLs 模型等多种实证分析方法从市场代表性、对宏观经济变量的预测能力、波动性、政策可控性等方面对上述利率进行筛选，最后提出了关键政策利率选择的两个选项：7 天回购操作利率或者锚定隔夜回购定盘利率的目标利率，

而不是停留在以往理论分析中国是否应该采取利率走廊模式及结合国际经验如何构建中国利率走廊，因此，本文的研究更具有现实意义。

第二，本文实证分析了隔夜回购定盘利率对 3 个月期、1 年期、5 年期、10 年期中债国债收益率的传导渠道通畅度，并将结果与美国、欧元区的利率传导效率分析结果进行对比。本文发现中国 3 月期及以下的利率之间的传导渠道较为通畅，但短期向中期、中短期向长期利率的传导渠道阻滞，与美国、欧元区较为通畅的利率传导效率相比存在较大差距。与大部分对利率传导效率的研究只局限于本国不同，本文在实证分析中将中国利率传导效率与美国、欧元区利率传导效率进行了比较，结果也显示出我国的传导效率的差距所在。这一实证结果为中国未来疏通利率走廊模式下的利率传导机制指出了突破口。

第三，本文从央行政策利率体系和央行利率体系挑选可作为备选市场基准利率和关键政策利率的利率时，首先深入详细地分析了实际市场成交量、相关央行政策意图及利率形成原因，从几个角度入手进行挑选，而并非随意选择，筛选的结果具有显著的现实意义。

然而，由于笔者研究能力与知识积累有限，本文侧重于实证分析，没能在理论模型构建上实现创新。本文也未能对我国利率走廊的宽度和利率上下限的位置进行研究，有待进一步就我国最优利率走廊进行研究。在数据选取方面，由于包括固定资产投资、房屋新开工面积在内的部分变量的统计数据在 1 月和 2 月合并公布，在实证分析中难免产生偏差。同时，金融机构贷款加权平均利率对应季度数据，样本数量 30 个，相对有限，可能对实证结果产生影响。上述存在的不足期待能够在今后学习中不断改进和完善。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕